

# 第4章 クラウドレンディングの潜在力

小 倉 義 明

## 1. 序論

クラウドファンディングが急成長している。クラウドファンディングとは、インターネットを通して不特定多数の資金提供者から資金を募る資金調達方法である。一般に、①寄付型、②購入型、③投資型、④融資型の4タイプがあると言われている。①寄付型は、資金提供の見返りは特になく、純粋に寄付を募るものである。②購入型は、投資家に商品企画をプレゼンテーションし、商品を予約販売することで資金を集めるものを指す。ただし、ボランティア活動を目的とし、その活動報告を予約販売するなど、寄付型に近いものも含まれている。国際的に有名な代表例はKickstarter（2009年設立、米国）である。③投資型は、インターネット上での株式の売り出しにより資金を募るものである。④融資型は、インターネット上で個人が個人あるいは企業に対して直接小口融資を行うものであり、クラウドレンディング、あるいはpeer-to-peer (P2P) lending と呼ばれている。融資型のプラットフォームとして最初に運営を開始したZopa（2005年設立、英国）がその代表例である。

この4形態のうち、最も成長著しいのは、④のクラウドレンディングである。Zhang ほか（2016）の調査によれば、英国におけるクラウドファンディングのほとんどは、融資型に類するもの（表1の最初3項目）で、2015年には約24億ポンド（1ポンド160円換算で約3,840億円）もの融資が実行されている。また、同レポートによると、事業者向けクラウドレンディング（表1のP2P Business Lending）による融資実行額は、2014年には英国内の中小企業向け新規融資額の12%を占めるに至っている。

クラウドレンディング向けのプラットフォームを提供する会社の中には、すでに新規株式公開を果たしたものも現れている。2014年12月16日にニューヨーク証券取引所に上場したLending Club（2008年設立、米国）と、2015年12月18日に同取引所に上場したYirendai「宜人貸」（2012年設立、中国）である。前者は設立から6年程度、後者は設立から3年というスピード上場である。

なぜクラウドレンディングはこれほどに急成長したのであろうか。この理由を探ることが本稿の目的である。このために、本稿では公開情報が充実しているLending Clubのビジネスモデルとこれまでの実績、およびその背景を詳述する。ここから、2013年以降Lending Clubを通じた融資は、特に個人向け融資借り換えの分野で急成長を遂げていることを明らかにし、

その背景には、競争が緩く低金利政策の恩恵を受けにくい個人向け融資市場の存在と、Lending Clubのビジネスモデルに特有の投資家の自由度を最大限に確保した投資形態による安価なリスク資金供給の仕組みの萌芽がみられることを明らかにする。

本稿の以下の構成は次のとおりである。第2節でLending Clubのビジネスモデルとこれまでの実績を詳しく述べ、従来型の銀行融資と異なる点を明らかにする。第3節で2013年以降の急成長の理由について考察する。第4節は結論である。

表1：英国におけるクラウドファンディングによる資金調達額（2015年）

ファンディングのタイプ	調達額 (百万ポンド)
P2P Consumer Lending	909
P2P Business Lending	881
P2P Business Lending (Real Estate)	609
Invoice Trading	325
Equity-Based Crowdfunding	245
Equity-Based Crowdfunding (Real Estate)	87
Community Shares	61
Reward-based Crowdfunding	42
Pension-led Funding	23
Donation-based Crowdfunding	12
Debt-based Securities	6.2

(出所) Zhangほか (2016)、14頁、表3を元に筆者が作成。

## 2. クラウドレンディングのビジネスモデルと現状

### 2.1 Lending Clubのビジネスモデル

インターネット上で資金の貸し手と借り手をマッチングすることがクラウドレンディングプラットフォームの役割であるが、実際にどのようなスキームでこれを行っているのだろうか。公開情報が豊富なLending Clubの例について、以下、詳しく検討する。

図1は、同社の証券発行目論見書やウェブサイト上の解説を参考にして、筆者が融資スキームを図示化したものである。まず、借入希望者がLending Clubのウェブサイト上で融資申し込みを行う。借入希望者は、希望金額、満期、資金用途、また信用格付（スコアリング）に必要な年取や持家の有無などの個人情報をウェブサイト上で入力する（図1、①）。金額は1,000ドルから35,000ドルの範囲、満期は36か月か60か月のいずれかに選択肢は限られている。入力情報および蓄積・共有されている信用情報などから算出される信用スコア（FICOスコア）に基づいてLending Clubが信用格付を付与するとともに、この格付に応じた信用コストを加味した融資金利を設定する。FICOスコアが660に満たないいわゆるサブプライム層はこの段

階でふるい落とされる。

初期スクリーニングを通過した融資申請は、融資金利、格付、資金使途、希望金額、満期などの情報とともに投資家閲覧用のウェブページに掲載される(図1、②)。投資家用のページには、初期スクリーニングを経た融資申請がすべてリストアップされる。投資家は画面上で、25ドル刻みで希望貸付額を各案件に対して割り振ることで、貸し付けの申し込みをする(図1、③)。つまり、投資家は25ドル単位で自由自在に個人向け融資のポートフォリオを設定できる<sup>1</sup>。

2週間程度の募集期間内に希望調達額を満額調達できた場合のみ、融資が実行される。これは、希望額に満たないにもかかわらず融資を実行した場合、当初の資金使途とは異なる目的に使われる可能性が高いためである。この融資の時点でLending Clubは融資総額に対する1～5%程度の手数料を得る(図1、④)。これがLending Clubの収入となる。したがって、融資金利に最大5%の手数料を加えたものが、借り手にとっての資金調達コストとなる。

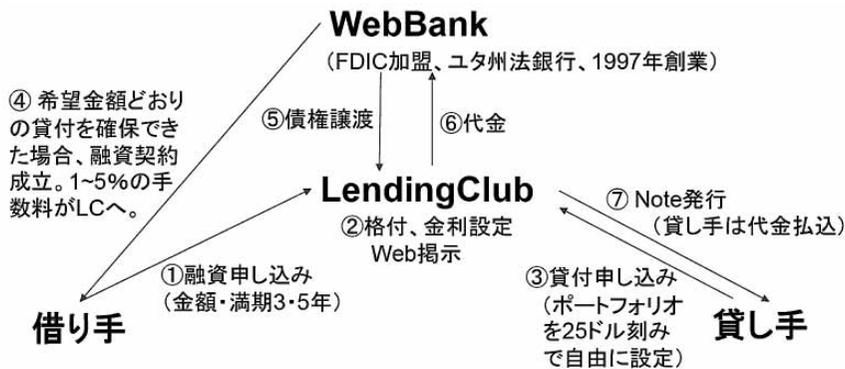
以上がユーザー(貸し手、借り手)から見えるプロセスである。実はこのプロセスの背後では1997年から商業銀行として営業し、預金保険制度の対象でもあるWebBankが重要な役割を果たしている。契約上、図中の借り手に直接貸し付ける主体はこのWebBankである(図1、④)。これはLending Club本体が直接貸し付けることにより、同社が貸金業者としての規制に服さなければならないことを避けるための工夫である。

こうしてWebBankが組成した個人向け債権がLending Clubに転売される(図1、⑤⑥)。転売された個人向け債権各々を担保として、Lending ClubはNoteと呼ばれる証券を発行する。このNoteには、借り手が毎月返済する返済元本と利息を受け取る権利が付与されている。投資家(貸し手)はウェブサイト上で入力した貸付希望額を払い込むと同時に、対象となる融資案件に対応したNoteを払込金額に応じた持分で受け取る(図1、⑦)。こうして、投資家が借り手に融資を行い、その返済元利を投資家が受け取るというお金の流れが生成される。

---

1 他のクラウドレンディングプラットフォームでは、投資家が自由自在にポートフォリオを組むのではなく、クラウドレンディングプラットフォームが組成した小口債権のポートフォリオを投資信託商品としてオンラインで購入する形態をとっている場合が多い(例: Zopa(英国)、Maneo(日本)など)。

図1：Lending Clubの融資プロセス



(出所) Lending Clubのウェブサイト(2015年11月6日閲覧)、同社のSEC filing form S-1/A (November 17, 2014)などを参考に筆者作成。

## 2.2 銀行融資とクラウドレンディングの違い

以上の情報を踏まえて、従来型の銀行融資とクラウドレンディングの違いを整理すると以下のようになる。

### (1) 資金提供者

銀行融資の源泉となる資金は預金者からの預金である。一時的に資金を預けているだけの預金者もいれば、投資機会を待って預金を預けている人もおり、これらの人々がどの程度のリスク許容度を持っているのかは明らかでない。預金の多くは要求払い預金であるので、なにか問題があればすぐに預金を引き出すことで預金者はリスクを抑えることができる。したがって、銀行預金についてリスクを認識することはさほどない。一方、クラウドレンディングに資金提供を行う投資家は、自分がどのようなリスクをとっており、どの程度までなら許容できるかを自覚した上で資金を投じている。したがって、クラウドレンディングへの資金提供者の方がリスク許容度が高いと想定するのが自然である。このように個人向け融資の文脈で、リスク許容度の高い資金を見出し、供給する仕組みを生み出した点が注目される。

### (2) 信用リスクの担い手

伝統的な銀行融資の場合は、銀行自身が融資審査を行い、融資を組成し、その後のモニタリングや債権回収を行う。債務不履行が発生した場合は、銀行自身が損失を被る。つまり、銀行が信用リスクをとる。

一方、クラウドレンディングの場合は、審査・回収主体と、信用リスクをとる主体の関係が微妙に異なる。上述の資金の流れを見れば、結局、投資家が直接に借入希望者に資金を提供し、後日返済元利を受け取ることになっているので、借り手が債務不履行に陥った場合、損失を被

るのは資金を投じた投資家であって、クラウドレンディングプラットフォームや、その背後にいる銀行ではない。一方、融資審査のプロセスのうち、格付・金利設定を行うのがクラウドレンディングプラットフォームであり、最終的に融資の意思決定をするのが各投資家である。また、事後的に回収業務を担うのが背後にある銀行である。

このように審査・モニタリング主体と信用リスクを担う主体が異なる状況は、審査主体が審査基準を緩める誘因を生み出す。つまり、融資を組成すれば1～5%の手数料がプラットフォームには入ってくる一方、デフォルト時の損失はすべて投資家が引き受けることになるので、格付けを甘くするなど審査基準を緩めて融資を粗製濫造する方が、プラットフォームの利益を大きくすることができる。この問題は、金融危機時に問題となった、CDO（債務担保証券、Collateralized Debt Obligation）などの証券化商品におけるオリジネーターのモラルハザード（Pennacchi（1988）、Keysほか（2010））と同様の課題をこのスキームが抱えていることを示唆している。ただし、最終の融資決定は、リスクの担い手である投資家に委ねられているため、この問題は証券化商品ほど深刻ではないかもしれない。格付けが甘くなれば、投資家はそれを認識して、融資の意思決定時に格付けの要求水準を引き上げることが期待されるからである。ただし、そのように認識を改めるのに、どの程度時間がかかるのが問題である。

### （3）資金提供者のポートフォリオの自由度

銀行融資では、預金者が直接に融資案件を選別することはない。したがって、資金提供者にとってのポートフォリオの自由度はない。

一方、クラウドレンディング、特にLending Clubが提供しているタイプのものでは、上述のとおり、自由に融資案件を選択することができる。このように資金提供者のリスク許容度に応じたポートフォリオ設計を可能にしている点は注目に値する。投資家のポートフォリオ選択から、その投資家のリスク回避度を推測することができ、それを活用することがより安価なリスク資金供給につながる可能性がある。

### （4）債権管理・回収のインセンティブ

伝統的銀行融資の場合は、債権回収を担うのは信用リスクの引受主体である銀行自身である。一方、クラウドレンディングの場合、回収主体はプラットフォームの背後にいる銀行であり、信用リスクの引受主体である投資家自身ではない。債権回収を怠けたとしても、その損失を被るのは投資家であるので、債権回収のインセンティブは伝統的な銀行融資よりも弱くなると予想される。投資家の観点からは望ましくないことではあるが、厳しすぎる債権回収が社会問題化した消費者金融の文脈では、回収のインセンティブが弱いことはむしろ望ましいかもしれない。投資家側はこのような回収の弱さも考慮に入れて融資決定をすればよい。

表2：クラウドレンディングと銀行融資の違い

	クラウドレンディング	銀行融資
資金提供者	リスク許容度の高い投資家	預金者 (リスク回避的)
信用リスクの担い手	一般投資家	銀行
資金提供者のポートフォリオの自由度	高い (セルフサービス)	低い
債権管理・回収のインセンティブ	弱い	強い

## 2.3 Lending Clubの業況

前節で述べたように、伝統的銀行融資と比べて、クラウドレンディングは、安価なりスク資金の供給の点では優れているとみられるものの、融資審査のインセンティブについては不安が残る。歴史が浅いため十分なデータの蓄積はないが、クラウドレンディングの代表格であるLending Clubのこれまでの実績を見ることでこの点に関するヒントを本節で探る。用いるデータは、特に断りがない限り、同社が公表している実行融資の条件や借り手の属性に関する個票データを集計・加工したものである<sup>2</sup>。

### 2.3.1 融資実績

融資実行額は2012年以降急激に増加し、2015年下期では約37億ドルもの融資が実行されている。2015年通年では、約64億ドルとなっており、日本の信用金庫並みの規模となっている(図2)。

一件当たりの融資額は、上述のとおり、最小1,000ドル、最大35,000ドルである。どの期も平均、中央値は概ね安定して、12,000ドルから15,000ドル程度の融資サイズとなっている(表3)。融資件数は、2012年から2015年の3年間に約8倍の増加を見ている。

資金用途の内訳をみると、興味深いことに、85%を超える圧倒的多数が、クレジットカードローンなどの個人ローンの借り換えを目的としたものであることがわかる(表4)。

FICOスコアをベースにLending Clubが設定する格付は、信用力が高い順にAからGまでのアルファベットで示されている。Gであっても、FICOスコアは660を超えており、サブプライムではない。実行された融資の格付の分布を半年ごとに示したものが表5である。2013年以降は分布に大きい変化は見られないが、最上位格付Aの比率が2015年に入ってやや増加している。

2 <https://www.lendingclub.com/info/download-data.action> から利用可能である(2016年4月25日現在)。

図2：融資実行額（百万ドル）

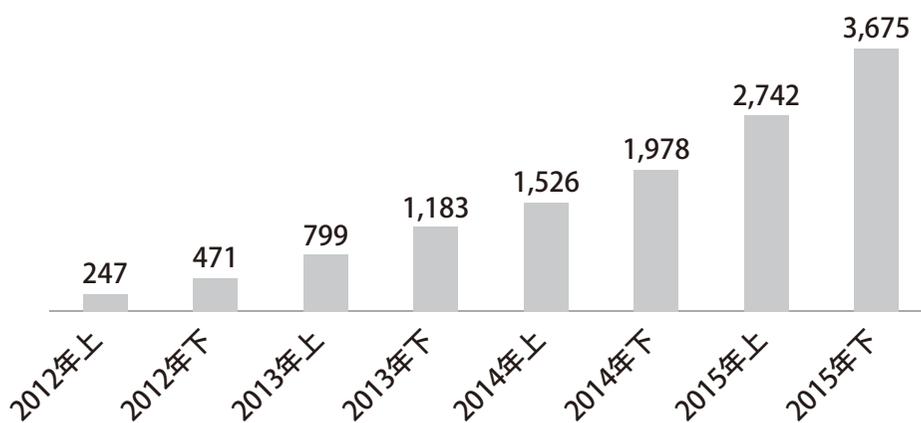


表3：一件当たりの融資額

期間	件数	平均	標準偏差	25%分位点	中央値	75%分位点
2012年上	18,523	13,332ドル	8,216ドル	7,000ドル	11,700ドル	18,000ドル
2012年下	34,844	13,517ドル	8,004ドル	7,200ドル	12,000ドル	18,250ドル
2013年上	53,374	14,972ドル	8,086ドル	8,875ドル	14,000ドル	20,000ドル
2013年下	81,382	14,535ドル	8,103ドル	8,400ドル	12,700ドル	20,000ドル
2014年上	102,759	14,853ドル	8,389ドル	8,400ドル	13,000ドル	20,000ドル
2014年下	132,870	14,883ドル	8,476ドル	8,100ドル	13,000ドル	20,000ドル
2015年上	180,101	15,227ドル	8,481ドル	8,875ドル	14,000ドル	20,000ドル
2015年下	240,992	15,250ドル	8,638ドル	8,425ドル	14,000ドル	20,000ドル

表4：資金使途の内訳

	個人ローン 借り換え	住宅関連	大型消費	その他	中小企業 向け
2012年上	75.3%	7.8%	5.3%	6.6%	4.9%
2012年下	83.7%	5.5%	3.5%	4.9%	2.4%
2013年上	87.2%	6.5%	2.4%	2.9%	1.1%
2013年下	87.7%	5.4%	2.1%	3.7%	1.1%
2014年上	87.0%	6.1%	2.0%	3.8%	1.2%
2014年下	87.5%	5.4%	2.1%	4.0%	1.0%
2015年上	87.2%	5.9%	2.1%	3.8%	0.9%
2015年下	86.4%	6.3%	2.4%	4.1%	0.8%

(注) 各分類の元データでの分類は以下のとおり。「個人ローン借り換え」：credit card、debt consolidation、「住宅関連」：house、home-improvement、「大型消費」：major purchase、wedding、vacation、「その他」：educational、medical、moving、others、「中小企業向け」：small business、renewable energy。

約定金利について、融資額を加重として格付ごとに平均したものが図3に示されている。7%前後で最も低いものがAで、以下、格付が下がるにつれて、約定平均金利が上昇する。FやGでは、日本での制限金利である20%を超える金利が設定されている。

約定金利がどの程度信用コストをカバーできているかを確認するために、各期の信用コストを概算し、融資実行額で割ったものを信用コストとして、格付ごとに図4に示した。個票データ上で、default（債務不履行）とされているものについては融資実行額全額を、charge-off（減免）とされているものについては回収可能額が記載されているので、元の融資額と回収可能額の差額を、それぞれの融資実行年における信用コストとして試算した。

表5：信用格付の分布

	A	B	C	D	E	F	G	計
2012年上	20.9%	30.4%	19.4%	14.2%	9.6%	4.5%	1.0%	100.0%
2012年下	14.8%	30.7%	22.4%	16.7%	9.9%	4.6%	0.9%	100.0%
2013年上	14.1%	31.0%	28.9%	13.1%	7.8%	4.3%	0.8%	100.0%
2013年下	13.4%	29.4%	28.4%	15.1%	8.4%	4.2%	1.1%	100.0%
2014年上	13.7%	24.4%	28.4%	20.5%	9.5%	2.7%	0.8%	100.0%
2014年下	15.9%	23.9%	26.8%	19.1%	10.1%	3.2%	1.1%	100.0%
2015年上	16.9%	25.0%	27.2%	16.3%	10.5%	3.3%	0.8%	100.0%
2015年下	16.7%	26.9%	28.1%	15.0%	9.7%	2.9%	0.6%	100.0%

最も信用力が高いAで信用コストが最小で、以降格付が下がるごとに信用コストが上昇する。最近になるほど信用コストが低下するように見えるが、これは融資実行後、それほど時間が経過していないために潜在的な債務不履行がまだ顕現化していないためであると考えられる。図3の約定金利と図4の信用コストの差が、投資家にとってのリスク調整後の利鞘となる。これを格付別に計算整理したものが表6である。どの期間も低格付でマイナス、高格付でプラスとなっており、2013年下期以降では、特にB、Cで利鞘が大きくなっている。また、格付が低いほど、満期が長く、融資額が大きい傾向がある(図5、6)。

図3：格付別約定平均金利(%)

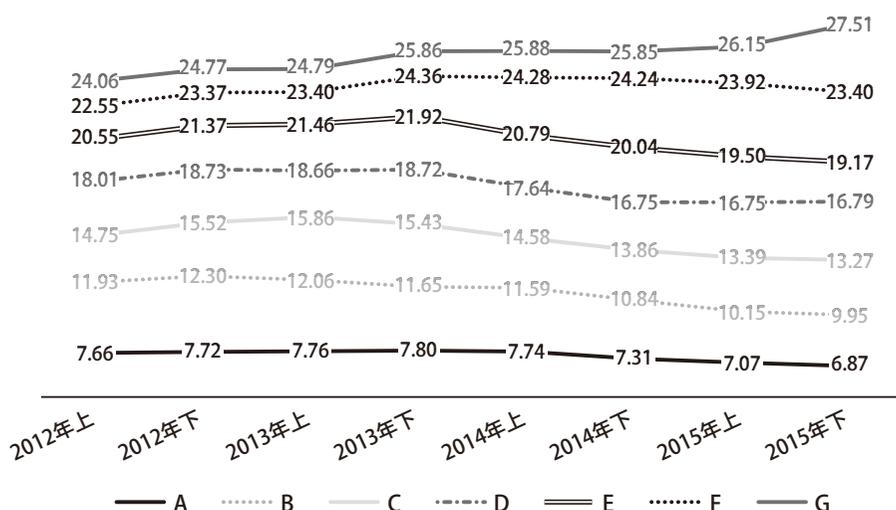


図4：格付別信用コスト(%)、融資額対比

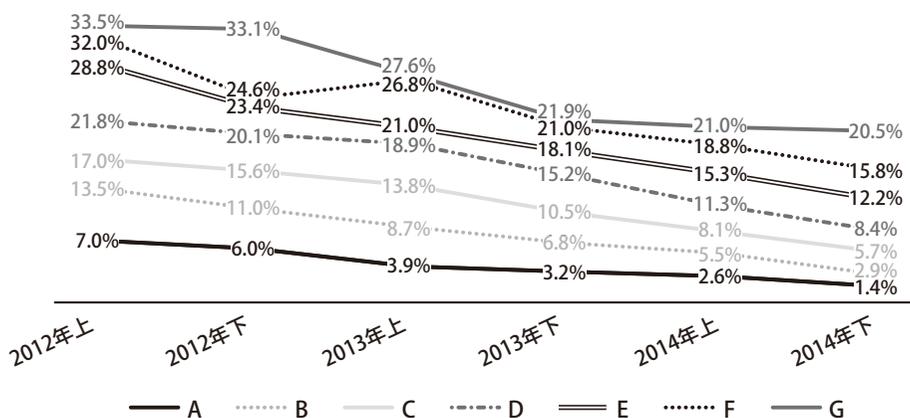


表6：格付別の約定平均金利（図3）と信用コスト（図4）の差

	A	B	C	D	E	F	G
2012年上	0.63	-1.53	-2.28	-3.77	-8.22	-9.48	-9.42
2012年下	1.68	1.35	-0.08	-1.41	-2.03	-1.20	-8.28
2013年上	3.90	3.34	2.02	-0.27	0.50	-3.40	-2.78
2013年下	4.58	4.88	4.92	3.55	3.86	3.38	3.95
2014年上	5.09	6.09	6.44	6.33	5.51	5.51	4.89
2014年下	5.87	7.91	8.12	8.40	7.88	8.46	5.34

図5：格付別平均満期（単純平均、か月）

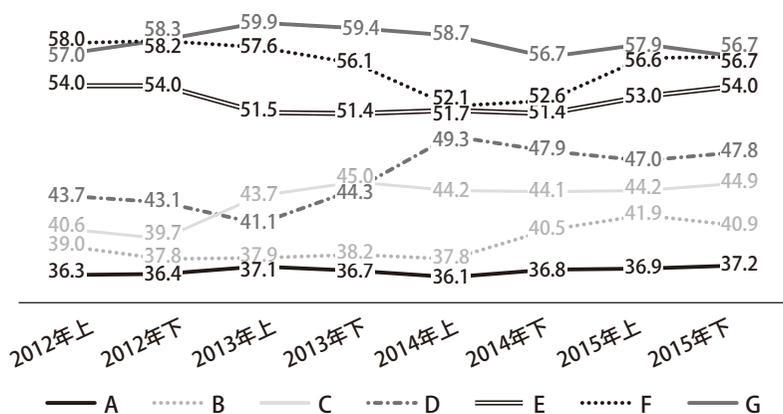


図6：格付別平均融資額（ドル）

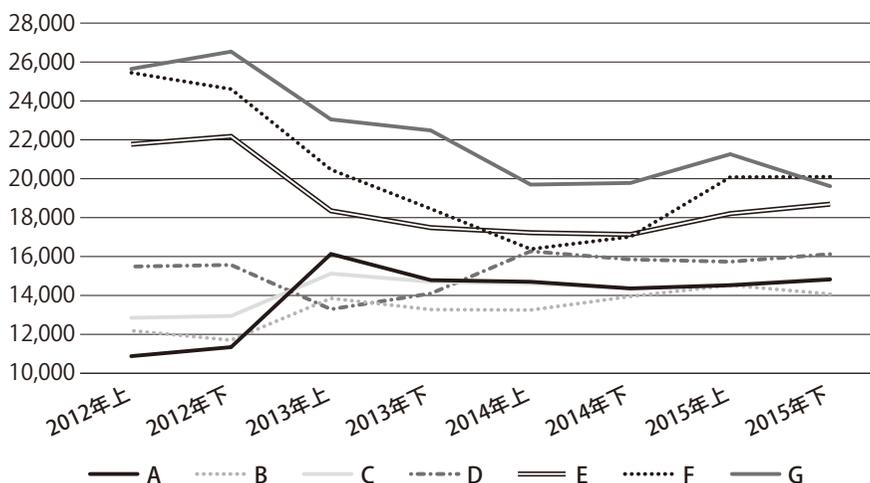


図7：税引前利益（百万ドル）

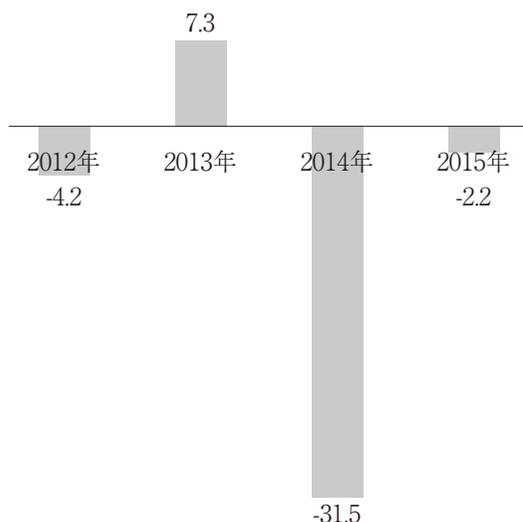
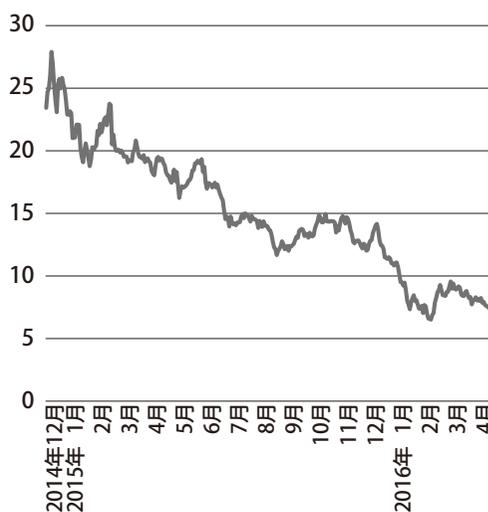


図8：Lending Clubの株価  
（ドル、日次終値）



（出所）税引前利益は、Lending Club, Consolidated Statements of Operations。株価はYahoo Finance。

### 2.3.2 業況

融資件数や融資額は急成長しているものの、業績や株価はあまり振るわない。税引前利益は上場前年の2013年を除いて赤字である（図7）。株価も2014年12月以降下落基調が続いており、現在では上場当初の約3分の1の水準で推移している（図8）。会計上の利益は過去の結果を示し、株価は将来の予想の反映であるとするれば、この株価の推移は投資家による厳しい先行き見通しを示すものであると言える。

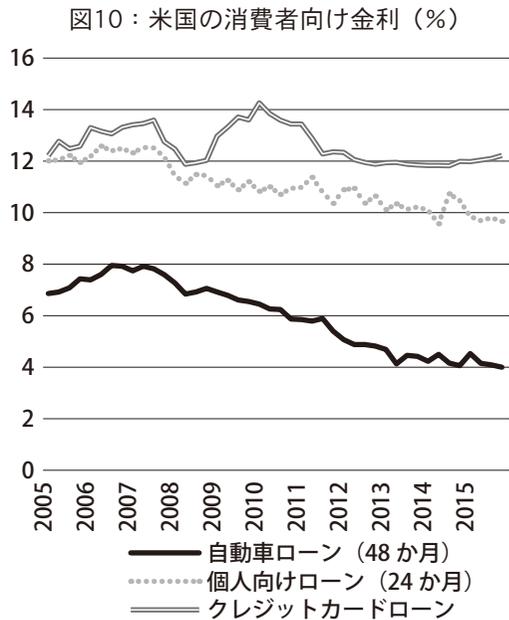
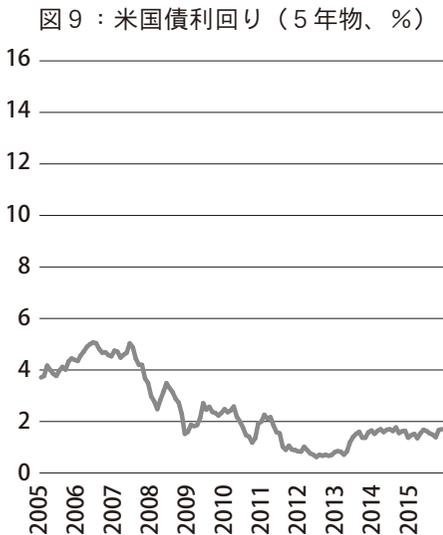
## 3. クラウドレンディング急成長の理由

以上の情報を踏まえて、「クラウドレンディングが急成長したのはなぜか」という当初の問いに立ち戻ってみよう。融資市場にはすでに旧来からの銀行やその他貸金業者がひしめいており、参入は難しいと考えられる傾向があるが、どうやら参入の隙が相当程度あることをこの現象は示唆している。

### 3.1 消費者金融市場の特性：競争原理が作用しにくい

金融危機以降の前例のない規模の量的金融緩和のために、米国債利回りを始めとする長期利回りが大幅に低下した。金融危機前ピークの2006年6月と金融危機後ボトムである2012年7月を比較すると、4.45%程度低下している（図9）。この間、消費者向け融資金利のうち、自動車ローンや個人向けローン金利は国債利回りと同程度に下落しているものの、クレジットカードローンは、危機前ピークである2007年8月と危機後ボトムである2014年8月の差は

1.77%にとどまり、高位で安定している（図10）。このようなクレジットカードローン金利の高さが、特に信用力が高い層のクラウドレンディングへの移行を促した可能性がある。



（出所）いずれもFederal Reserve Bank, Board of Governor.

米国の銀行監督機関の一つである通貨監督局（Office of Comptroller of Currencies）が収集した850万件分の消費者向けクレジットカードローンのデータからなるCreditMetricsと呼ばれるデータベースを用いたAgarwalほか（2015）による実証研究は、この点について示唆に富む結果を明らかにしている。米国の金融緩和に対して、クレジットカードを提供する銀行は、金利を下げるのではなく、融資枠を拡大することで対応していた。特に信用力が高い層に対して融資枠を拡大し、低い層に対しては、信用コストの上昇が大きく、銀行の利益につながりにくいため、融資枠の拡大は見られなかった。低格付け層で信用コスト調整済みの利鞘が負になる傾向は、Lending Clubのデータでも確認される傾向である（表6）。このような銀行の対応により、金利は高止まりし、高格付であれば7%程度という従来のクレジットカードローン金利よりも格段に低い金利で借りることができるクラウドレンディングでの借り換えが急増したとみられる。また、投資家の観点からは、金融緩和策に伴う各種証券の利回り低下が、クラウドレンディングでの運用を相対的に魅力的にした可能性も無視できない。

消費者向けのクレジットカードローンの場合、個々の買い物は少額であり、かつ極めて短期間の借入であることから、消費者が金利コストを軽視する可能性が高いと推測される。また、このようなクレジットカードローンを利用する状況では、細かい金利の差よりも、迅速な決済

の可能性の方が重視されると推測される。この結果、他社との金利比較がなされることが少なく、消費者向け融資市場における競争圧力が弱い可能性がある。もしそうだとすれば、Lending Clubがこのような競争の欠如の一部に風穴を開けたと言えるが、この点に関して確証を得るためにはさらなる実証研究の蓄積を待たねばならない。

### 3.2 投資家のリスク耐性に応じた資金運用

銀行が提供するクレジットカードローンの金利が10%を超えるのに対し、クラウドレンディングでは、高格付け層で7%という格段に低い金利で借入れができるのはなぜであろうか。通常は、できる限りポートフォリオを大きくして、様々なタイプの運用先に薄く広く分散投資する方が、リスク分散が効いて、安い金利での融資を提供できると考えるが、クラウドレンディングでは逆のことが生じているように見える。

Lending Clubに特有のサービス形態である、投資家が様々な融資案件を同一画面で簡単に比較検討しつつ、自由自在にポートフォリオを組むという投資形態が、安価なリスク資金供給に寄与している可能性がある。この点を明らかにするために、以下のような、単純な例を考えてみよう。

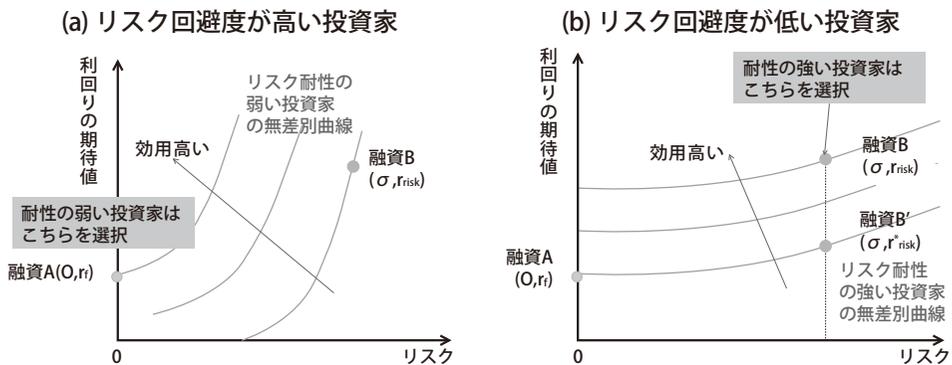
返済が確実にリスクが全くない融資Aと返済にリスクがある融資Bを比べる。前者は、リスクがゼロで、期待利回りが $r_f (> 0)$ 、後者はリスクが $\sigma (> 0)$ で、期待利回りが $r_{risk} (> r_f)$ である。図11の二つのパネルにある融資Aと融資Bの2点がこれらに該当する。図11は最適ポートフォリオ理論の平均分散アプローチで用いられるもので、横軸がリスク（利回りの標準偏差）、縦軸が利回りの数学的期待値を表す。右上がりの曲線は、リスク回避的な投資家の効用に関する無差別曲線である。無差別曲線とは、投資家に同レベルの期待効用（満足度）をもたらす期待利回りとリスクの組み合わせの軌跡である。いわば、期待効用の等高線である。リスク回避的なので、期待利回りを一定として、リスクを減少させると期待効用は高くなる。また、リスクを一定として利回りを増やすと、やはり期待効用は高くなる。したがって、平面の左上方向に行くほど期待効用は高く、そちらに近い証券を投資家は好むことを意味している。パネル（a）の無差別曲線と比べるとパネル（b）のそれは傾きが緩やかである。これはパネル（b）で表される無差別曲線を持つ投資家の方が、リスク回避度が小さい、つまりリスク耐性が高いことを意味している。

パネル（a）では、リスクのない融資Aの方が、リスクのある融資Bよりも高い効用水準をもたらすので、こちらの投資家は融資Aを選択する。一方、パネル（b）では、逆にリスクのある融資Bが選択される。極めて単純な議論ではあるが、このように異なる期待利回りとリスクの組み合わせを列挙し、その中から自由に投資家に選択させることで、投資家がどの程度リスク許容的なのかをある程度推察することができる。これは銀行預金や投資信託のように、ポートフォリオの自由度が低い商品では十分にはできなかったことである。専門用語を用いれば、

銀行は預金者のリスク許容度に関する情報の非対称性にさらされているが、Lending Clubのような自由選択型の投資形態がリスク許容度に関するスクリーニングを可能にすると言える。

このスクリーニングが、より安価なリスク資金の提供の道を開く可能性がある。たとえばパネル (b) のリスク耐性の高い投資家に対しては、融資Bの提示する $r_{risk}$ よりもっと安い金利を提示しても、リスクレベル $\sigma$ の融資を実行してくれるはずである。具体的には融資Bから垂直に下がった地点にある融資B'の提示する金利 $r^*_{risk}$ を少しでも上回る金利を提示すれば、この投資家の期待効用は安全融資Aよりも、リスクー融資B'を実行する方が高いので、投資家は喜んでリスクー融資B'を選ぶ。一方、パネル (a) のリスク回避度が高い投資家にリスク $\sigma$ の融資に参加してもらおうとすると、先ほど同じロジックによれば、図のはるか上部の利回りを提示しなければ、応じてくれないであろう。このように、リスク耐性のある投資家をうまく識別することができれば、リスク資金供給をそのような人に任せることで、比較的低い金利でのリスク資金供給が可能となる。このように、Lending Clubの自由選択形式の投資方式は、より効率的なリスク資金供給の道を開く可能性を秘めていると言える。

図11：投資家のリスク回避度と融資選択



## 4. 結論

本稿では、クラウドレンディングのうち、特にLending Clubのビジネスモデルに着目して、クラウドレンディングの可能性について検討した。長引く量的金融緩和の結果、有利な運用先に悩む個人投資家の投資ニーズを追い風として、また、競争の緩さから金融緩和の恩恵を受けることができずにいる個人向け融資市場の隙をつく形で、クラウドレンディングが、特に2013年以降、極めて短期間のうちに急成長した。満期の長い融資が多いことから、信用コストも含めた、クラウドレンディングビジネスの成否については、もう少し時間をおいて観察する必要がある。しかし、このビジネスモデルには、個々の投資家のリスク回避度を推し量ることを可能にする仕組みが組み込まれており、これをうまく活用することでより安価な金利でのリスク資金供給の道を開拓しつつあると言える。今後の動向が注目される。

(2016年4月脱稿)

## 参考文献

- Agarwal, S., S. Chomsisengphet, N. Mahoney, and J. Stroebel, 2015, “Do Banks Pass Through Credit Expansions? The Marginal Profitability of Consumer Lending During the Great Recession,” *NBER Working Paper* 21567.
- Keys, B., Mukherjee, T., Seru, A., and Vig, V., 2010, “Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from subprime loans,” *Quarterly Journal of Economics* 125(1):307-262.
- Pennacchi, G., 1988, “Loan Sales and the Cost of Bank Capital,” *Journal of Finance* 43: 375–396.
- Zhang, B., P. Baeck, T. Ziegler, J. Bone, and K. Gravey, 2016, *Pushing Boundaries: The 2015 UK Alternative Finance Industry Report*, Nesta, Cambridge Center for Alternative Finance, University of Cambridge, Judge Business School.